

보통주와 우선주간의 가격괴리율 결정요인에 관한 실증분석†

남기석* · 임채창**

〈요 약〉

본 연구는 무의결권 우선주와 보통주간의 주가괴리율의 실태와 아울러 주가괴리율에 영향을 미치는 요인에 대해 알아보고자 하였다. 이를 위하여 국내 증권거래소에 상장된 106개 기업 우선주를 대상으로 2006년 1월부터 2008년 12월말까지 우선주와 보통주간의 주가괴리율이 나타나는 결정요인에 대해 분석하였다.

본 연구의 분석결과를 종합하면 다음과 같다.

첫째, 유보율의 경우 대체로 유의수준 5%하에서 유의하나 예상과는 달리 주가괴리율과는 정반대의 관계를 갖는 것으로 나타났다.

둘째, 자본금 변수는 대체로 유의수준 1% 하에서 유의한 것으로 나타났다.

셋째, 우선주 발행비중은 모든 모형에 걸쳐 유의수준 5% 하에서 유의적인 것으로 나타났다.

넷째, 매매회전율은 평균 주가괴리율을 종속변수로 한 모든 모형에서 유의수준 5%하에서 유의한 것으로 나타났다.

최근의 주가괴리율은 기업규모와 우선주의 발행비중, 그리고 매매회전율에 의해 설명되는 측면이 많다고 볼 수 있다. 특히 우선주의 발행비중은 그 영향력이 가장 클 뿐 아니라 일관된 유의성을 보이고 있어 발행비중의 조절을 통해 주가괴리율이 어느 정도 해소될 수 있는 가능성을 시사하고 있다.

핵심주제어 : 우선주, 가격괴리율, 의결권, 유동성

논문접수일: 2009년 4월 24일 수정일: 2009년 8월 19일 게재확정일: 2009년 9월 1일

* 교신저자, 한국외국어대학교 경영학부 교수, gsnam05@hufs.ac.kr

** 제1저자, 한국외국어대학교 경영학부 대학원생, imcee@naver.com

† 이 논문은 2008학년도 한국외국어대학교 교내연구비 지원에 의한 것임

I. 서 론

최근 주식시장에서 우선주의 이상 급등 현상이 나타나고 있다. 2008년 말부터 이러한 현상이 나타나기 전만 해도 보통주가 오르는 동안 우선주는 철저하게 소외되며 주가과리율이 확대되어 왔다. 이와 같은 현상이 모든 우선주에 나타나는 것은 아니다. 삼성전자의 경우 2008월 8월 현재 지난 3년간 보통주 대비 우선주 주가의 과리율은 37%인데 반해, 현대자동차의 경우 보통주와 우선주의 과리율이 60%에 육박하고 있다. 국내외를 막론하고 90년대에만 해도 주가과리율에 관한 연구가 종종 발표되었는데, 2000년대에 들어와서는 이와 관련된 연구가 매우 드물게 나타나고 있다. 이에 그 동안의 연구결과를 바탕으로 주가과리율에 영향을 미치는 주된 요인이 여전히 유효한지 재조명해보고, 여기에 추가하여 대기업과 중소기업에의 소속여부, 그리고 유가증권 거래소 시장과 코스닥 시장의 소속여부에 따라 주가과리율도 달라지는지를 본 연구를 통해 밝혀보고자 한다.

국내의 우선주는 외국의 경우와 달리 액면가 대비 1%의 추가 배당을 수취하는 '1% 배당우선주'의 형태가 대부분이다. 따라서 기존 연구들과 같이 기업의 의결권이 우선주와 보통주의 가격 차이를 발생시키는 가장 큰 요인임을 알 수 있다. 하지만 우선주와 보통주의 가격차이가 나는 이유를 단순히 의결권의 가치로만 규정하는 것은 한계가 있다. 의결권 가치뿐만 아니라 우선주의 유동성과 자본금의 크기로 구분되는 기업의 규모, 우선주 발행비중, 유보율 등도 이에 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 이에 2006년 초부터 2008년 말까지 데이터를 바탕으로 가격과리를 유발시키는 요인을 분석해 본다.

분석에 앞서 국내의 자본시장에서 무의결권 우선주는 어떤 역할을 하고 있는지에 대해 간단히 알아보자. 자본시장에서의 자본조달은 크게 두 가지로 나눌 수 있다. 주식발행을 통한 자기자본조달과 채권발행 및 차입을 통한 타인자본조달의 방법이 그것이다. 전통적으로 기업의 자본조달경로는 두 가지에 의존해 왔다. 지금까지 국내 자본시장의 규모나 시스템의 비효율성이 어느 정도 존재함에 따라 기업이 원하는 수준의 자본비용으로 자금을 조달하기란 쉽지 않은 것이 사실이다. 이를 해결하기 위해 외국의 여러 가지 방법들을 도입하였는데, 전환사채, 각종 스톡옵션, 신주인수권 발행은 그 예라 할 수 있다. 무의결권 우선주 발행목적도 이와 동일하다.

무의결권 우선주의 발행은 적대적 인수합병이 빈번한 시기에 자금조달의 역할과 동시에 경영권 방어를 위한 좋은 수단이 되기도 한다. 자금조달과 경영권

방어 등의 긍정적 수단이 됨에도 불구하고 아직도 우선주는 시장에서 소외받고 있는 실정이다. 최근에 주식시장의 활황에 영향을 받아 대체투자 대상으로서 우선주에 대한 투자자들의 관심이 일정 부분 증가하고 있지만, 우선주와 보통주간의 가격 피리울은 줄어들지 않고 있다. 이에 본 연구는 우선주와 보통주간의 가격 피리울을 발생시키는 각 요인들에 대해서 분석하고, 그 의미를 밝혀보고자 한다.

II. 무의결권 우선주에 관한 이론적 고찰 및 현황

1. 무의결권 우선주의 의의

회사는 기업경영에 필요한 자금을 조달받기 위하여 다양한 종류의 우선주를 발행할 수 있다. 이러한 다양성은 기업이 효율적으로 자금조달을 받을 수 있는 통로가 된다. 특히, 무의결권 우선주는 주주의 권리로서 주권을 행사하는 것보다 배당이익의 수취에 대한 관심을 가진 투자자들로부터 기업이 원활하게 자금을 조달할 수 있는 수단이 된다.

무의결권 우선주의 발행은 최근 적대적 인수합병의 위협이 가속화되는 시점에 기업의 방어기제로서의 역할이 가능하다. 무의결권 우선주의 경우에는 경영권에 대한 침해 없이 안정적으로 자금을 조달받을 수 있기 때문이다. 이와 같이, 무의결권 우선주는 기업과 투자자들 사이의 자금흐름을 원활하게 해줄 뿐만 아니라 지배주주의 경영권을 안정적으로 유지하는데도 도움을 준다.

2. 국내 무의결권 우선주의 특징

미국과 캐나다는 의결권이 없는 대신 배당을 고정적으로 하거나 보통주보다 우선적으로 배당을 하는 형태인 사채형 우선주를 발행하고 있으며, 독일과 우리나라는 보통주와 유사한 우선주를 발행하고 있다. 우리나라에서 발행되어 유통되고 있는 우선주는 대부분이 보통주형 우선주로서 의결권이 없는 대신 배당시 보통주에 비하여 액면가 기준으로 1%를 추가로 배당하는 형태이다. 소위 이 1%우선주는 보통주에 우선하여 즉 보통주에 대한 배당이 없을 경우에도 배당을 받는 것이 아니라, 보통주에 대한 배당이 있을 경우 보통주 배당보다 1%를 추가로 받는 것이므로, 우선주로서의 우선 배당조건에 부합하지 않는다는 문제

점이 지적되기도 한다.

무의결권 우선주가 활발하게 거래되고 있는 각 나라들의 경우 의결권에 대한 프리미엄은 서로 차이가 없는 것으로 보고되고 있다. 일반적으로 각 나라들 간의 차이는 주로 지배구조에 의한 것으로 알려져 있다. 미국과 유사하게 소유와 경영이 합리적으로 분리된 경우에는 우선주와 보통주의 가격괴리가 심하지 않는 것으로 나타나고, 이탈리아와 한국처럼 소유와 경영이 완전히 분리된 정도가 낮은 나라에서는 우선주와 보통주의 가격괴리가 크게 나타나기 때문이다.

하지만 국내 자본시장을 살펴볼 때, 우선주와 보통주와의 가격괴리 현상을 단순히 의결권차이 하나로 분석하기에는 한계가 있다. 최근의 자본시장의 흐름을 볼 때 산업별 가격괴리와 시기별 가격괴리가 각기 다른 양상을 보이고 있기 때문이다. 무의결권 우선주는 의결권이 존재하지 않기 때문에 이론적으로 보통주 가격보다 하회하는 것이 타당하다. 하지만 최근에는 우선주의 유동성문제와 적대적 인수합병의 빈도가 활발해지고, 배당시기문제 등으로 인하여 우선주의 가격이 보통주의 가격보다 상회하는 현상을 보이는 등 이상 현상이 발생하기도 한다.

Ⅲ. 주가괴리율에 관한 기존의 실증연구

보통주와 우선주의 가격 차이는 이들 두 종류의 주식을 소유함으로써 갖게 되는 권리와 내용이 다르기 때문에 발생한다. 보통주와 우선주의 주요한 차이는 배당에 관한 것과 의결권에 관한 것이다. 배당과 의결권에 관한 권리내용은 각 국가 마다 다르게 구성되어 있는데, 우리나라의 경우 구형 우선주는 보통주에 연계되어 배당이 결정되므로 보통주형 우선주라고 할 수 있다. 이에 반해 미국 등에서 발행되는 우선주는 대체로 최저배당이 정해져 있고, 발행자인 기업이 원금을 보장하는 여러 장치를 부여하고 있으며, 그 가격도 기업의 이익보다는 이자율의 변화에 따라 변화하는 사채형 우선주이다.

미국등과 달리 우리나라의 우선주는 의결권이 없거나 열등한 의결권을 가진 보통주에 가깝다고 볼 수 있다. 외국의 연구사례에서는 일정 부분의 의결권을 행사하는 것으로 인식할 수 있기 때문에 이들 나라의 가격괴리에 대한 분석은 의결권의 차등지급에 의한 것으로 발생하는 가격괴리에 관한 것이라 할 수 있다. 외국의 선행연구의 초점은 의결권가치의 차등적 지급에 관한 연구가 중심이라면, 국내의 연구는 우선주와 보통주의 주가 괴리를 유발시키는 시장요인 및 재무적 요인을 분석하는 것에 초점이 맞추어져 있다.

1. 외국의 연구사례

국의 연구의 초점은 의결권 가치의 차등적 요소에 관한 것이다. 이탈리아나 이스라엘과 같이 창업주와 그 가족을 중심으로 운영되는 기업들이 발행한 우선주는 보통주에 비해 매우 낮은 가격으로 거래되며, 미국과 같이 소유와 경영의 분리 원칙이 잘 적용되는 국가에서는 우선주는 보통주와 거의 같은 가격으로 거래된다. 각 국에서의 의결권의 가치는 그 나라의 기업지배구조와 밀접한 관련이 있는 것으로 해석된다. 이러한 연구들은 보통주와 우선주의 가격 차이를 모두 의결권의 차이로 보고 있다.

일찍이 Levy(1982)는 1981년 이스라엘 증권거래소에 상장된 기업 중 차등의결권 주식을 발행한 일부 기업을 대상으로 등급이 다른 두 주식간의 가격 차이를 이용하여 의결권 프리미엄의 가치를 분석하였다. 그 결과 다른 모든 사항은 동일하고 오직 의결권의 유무만이 다른 두 주식 간에 평균적으로 46%의 차이, 즉 의결권 프리미엄이 존재함을 밝혔다. 이 밖에도 Lease의(1983)보통주가 부여하는 미래부의 분포가 해당주식의 소유가 기업의 활동을 통제하는 정도에 따라 결정된다는 가설을 검증하였고, DeAngelo & DeAngelo(1985)는 차등의결권주식을 발행한 기업을 대상으로 그 발행동기에 대해 연구한 결과 의결권 제한 주식의 발행 이전과 이후의 경영자 지분을 살펴본 결과 이와 같은 기업행동이 경영권 유지를 위한 일환임을 밝혀냈다.

90년대의 대표적인 연구로 꼽히는 Zingales(1994)는 의결권의 가치가 발생하는 원인은 의결권을 지닌 주주가 기업통제에 따른 혜택을 누릴 수 있기 때문으로 의결권은 경영권의 장악 또는 유지에 필수적인 요소로 보았다. 경영권을 가지고 있는 지배주주는 사적 특혜를 누릴 수 있는데, 사적 특혜는 금전적 또는 비금전적, 유형 또는 무형 등의 여러 형태로 나타나고, 지배주주가 사적 특혜를 제도적으로 향유할 수 있으며 그 크기가 클수록 의결권의 가치도 커지게 된다고 주장했다.

2000년대의 대표적인 연구로는 Nenova(2003)를 들 수 있다. 그는 1997년을 분석시점으로 하여 한국을 포함한 18개 국가의 우선주 발행회사 661개 표본을 비교분석 하였다. 종속변수로 법적 규제, 투자자 보호장치, 기업인수에 대한 규제, 소유집중도에 대한 정관규정 등 지배구조 관련변수를 지표화하여 분석한 결과, 국가별 기업지배구조 수준에 따라 의결권 가치가 결정됨을 밝혀냈다.

2. 국내의 연구사례

우선주와 보통주의 주가피리에 관한 국내연구로서 장익환, 김형철(1991)은 1990년 6월 시점 기준으로 증권 거래소에 상장, 거래되고 있는 우선주 가운데 전환우선주와 우선 신주를 제외한 106개 종목을 분석대상으로 하여 주가피리율에 대한 분석을 실시하였다. 실증분석 결과 첫째, 보통주보다 우선주가 시장변화에 더 민감하며 거래가 더 활발하게 이루어지는 것으로 나타났다. 둘째, 보통주와 우선주의 가격 차이는 유보율, 자본금과 거래량의 차이로 나타나며, 수익률의 차이는 자본금과 거래량 이외에 우선주 발행비중과 지분률 차이 때문인 것으로 나타난다. 셋째, 우선주의 경우에는 배당락일 전후에 재정거래에 의한 이익을 얻을 수 있는 기회가 있으나 보통주의 경우에는 없는 것으로 보였다.

장하성·박진영(1994)은 1991년 말 증권거래소에 상장된 무의결권 우선주 증 전환사채와 신주 인수권부사채와 관련된 우선주와 거래가 형성되지 않은 종목을 제외한 129개 기업을 대상으로 1992년을 분석기간으로 실증분석 하였다. 그 결과 첫째, 절대 가격차이의 경우 사내 유보율이 높을수록 두 주식 간 가격 차이는 커지는 것으로 나타났다. 둘째, 우선주의 매매회전율이 높을수록 두 주식 간 가격 차이는 크게 나타났는데, 이는 당초 예상과는 반대되는 결과로 유동성의 차이 이외의 요인이 존재함을 의미하는 결과라 할 수 있다. 셋째, 우선주 발행비중과 소액주주지분율이 높을수록 주가차이율이 커지는 것으로 나타났다. 그러나 사내유보율은 유의성이 없는 것으로 나타났다. 두 개 분석기간 중 주가차이율은 연평균 주가 피리율 8%, 결산월간 평균 12.6%로 나타났다.

김정국·박상수·최도성(1996)은 우선주의 가격차이율을 의결권 가치에 영향을 미치는 요인으로서 기업의 지배구조와 관련하여 실증분석 하였다. 그 결과 가격차이율은 의결권 가치를 결정하는 요소들과 상당한 관련이 있는 것으로 나타났다. 즉, 비 재벌 독립기업들의 경우 제 1대주주의 소유지분이 증가할수록 통계적으로 유의하게 감소하는 것으로 나타났으나, 재벌그룹에 소속된 기업의 경우는 이와 같은 음의 상관관계가 나타나지 않았다. 반면에 재벌그룹의 가격피리율은 다른 조건이 일정하다면 비 재벌 기업에 비하여 오히려 높게 나타났는데, 이는 경영권 보유에서 파생되는 사적 혜택이 재벌소속 기업의 경우 더 클 수 있음을 시사한다. 한편 우선주의 차등배당수익률과 가격피리율의 관계는 시기별로 심한 변동이 있음을 보여주고 있는데 이는 차등배당수익률이 워낙 낮고 분포도 넓게 분산되어 있지 않기 때문이다. 따라서 차등배당이 의결권 차이를 상쇄하지 못하고 있는 것으로 나타났으며, 이상의 발견은 가격피리율이 의결권

가치를 반영하고 있다는 가설을 지지하는 동시에 우선주 배당제도상의 문제가 있음을 시사하고 있다.

강용호(2001)는 보통주와 우선주의 가격차이율이 여러 요인에 의해서 영향을 받는 것을 신형우선주와 기존 우선주를 동시에 발행한 기업을 표본으로 하여 1999년 6월, 2000년 6월 두 개의 분석기간으로 실증분석 하였다. 분석결과 기존 우선주의 가격차이율은 1999년 90%, 2000년 87.2%이며 보통주 발행비율의 역수, 자본금 규모 등 의결권에 영향을 미치는 요인들이 가격차이율에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 신형우선주의 가격차이율은 1999년 51.6%, 2000년 1.6%이며 보통주 발행비율의 역수와 초과배당수익률이 유의한 관계를 보여 의결권과 배당이 가격피리울을 설명하는 것으로 나타났다. 기존우선주와 신형우선주의 차이를 나타낼 수 있는 최저배당율과 누적적 배당, 우선주 존속기간은 유의하지 않은 것으로 나타나 보통주와 신형우선주의 가격차이율 원인을 시장에서의 과대평가로 판단하였다.

최종범·문관수(2005)는 보통주와 우선주의 가격피리울 유동성 프리미엄을 중심으로 설명하였다. 이 논문에서는 우선주 발행 규모가 보통주 발행규모에 비해 계속 감소하여 시장에 제공되는 우선주의 유동성이 상대적으로 부족하기 때문에 우선주 가격이 보통주에 비해 낮은 것으로 해석한다. 즉, 기업들이 우선주를 통한 자금조달을 중지하고 보통주를 통한 자금조달을 늘려오면서 시장에서 거래되는 우선주의 유동성이 보통주에 비해 부족하고, 이러한 유동성의 위축은 우선주 거래비용 증가로 나타난다고 했다. 결국 투자자는 우선주에 대하여 높은 수익률을 요구하게 되며, 이에 따라 우선주의 가격이 하락하는 것으로 보았다.

이 밖에 가장 최근의 연구로 최종범·문관수(2006)가 있다. 이들은 우리나라 시장에서 의결권이 없는 우선주 가격이 의결권이 있는 보통주 가격보다 높게 형성된 이상 현상의 원인을 분석했다. 분석결과 이들 우선주는 대부분 경영실적이 안 좋고, 발행물량이 매우 적으며, 외국인지분율이 거의 없는 주식으로서 단기기간에 거래가 집중된 데 따르는 가격의 왜곡가능성이 매우 큰 우선주임을 밝혔다. 또한 이들은 원래 전환사채로 발행되었다가 나중에 우선주로 전환된 경우가 많았다.

이상 살펴본 바와 같이 나라마다 우선주에 부여되는 권리와 성격의 차이로 인해 연구의 초점이 상이하다는 것이 우선주 피리울 연구의 특징이다. 국내의 연구는 이미 언급한 바대로 주로 보통주와 우선주의 가격피리울을 결정요인을 검증하는 방향으로 이루어져 왔다. 하지만 가격피리울에 미치는 변수의 영향에 관해 일관된 연구결과가 나오지 않고 있고, 최근 몇 년간 관련 연구가 매우 부

진함을 고려할 때 주요변수를 중심으로 한 재검증의 필요성이 대두된다. 따라서 본 연구에서는 2008년까지 가장 최근의 3개년 자료를 이용하여 코스닥시장과 유가증권거래소에 소속된 모든 기업을 대상으로 우선주의 가격괴리율 결정요인을 밝히고 이와 더불어 대기업과 중소기업에의 소속여부, 그리고 두 주식시장에의 소속여부가 가격괴리율에 영향을 미치는지도 새롭게 살펴보고자 한다.

IV. 주가괴리율 결정요인의 실증분석

본 장에서는 국내의 우선주와 보통주 주가사이에 괴리를 발생시키는 요인을 실증적으로 검증하고자 한다. 현재까지 주가괴리율에 영향을 미치는 것으로 밝혀진 요인으로는 의결권 또는 지배구조관련 요인과 배당관련 요인으로 나눌 수 있다. 이 가운데 각 연구에서 유의적으로 입증된 주요 변수만을 선택하여 최근의 주가괴리율을 이들 변수가 설명하는지 횡단면 회귀분석(cross-sectional regression analysis)을 하고자 한다. 회귀모형의 검증을 위한 분석 자료는 2006년 1월부터 2008년 12월까지 증권거래소에 상장되어 있는 우선주 발행 기업으로 3년 연속 우선주자본금이 존재하며 관리종목에 포함되지 않은 106개 기업을 분석대상으로 선정하였다. 분석대상 기업의 주가 및 거래량 자료는 증권분석기업인 KIS-Library 자료를 통하여 산출하였다.

1. 주요 설명변수의 선정

대부분의 무의결권 우선주는 배당에 있어서 액면가의 1%를 보통주의 연간 배당액보다 더 받는 대신 의결권이 없다. 그러므로 효율적 자본시장의 가정 하에서 두 주식간의 주가괴리는 기본적으로 이 두 요인과 관련지어 설명될 수 있어야 할 것이다. 그런데 무의결권 우선주에 대한 액면가의 1% 추가배당은 주식의 액면가가 5,000원이면 연간 50원에 해당한다. 따라서 우선주 가격은 이 현가만큼 높아야 한다고 볼 수 있으며, 우선주 가격이 보통주 가격보다 낮은 것은 의결권의 가치가 액면가 1% 추가배당의 현가보다 높기 때문이라고 해석할 수 있다.

따라서, 보통주 주가를 (C), 우선주 주가를 (P) 라하고 보통주 1주당 의결권의 가치를 (V), 미래 추가배당 50원에 대한 할인율을 (r)이라 하면, 보통주의 가격

은 무의결권 우선주와 관련하여 다음과 같이 (1)식으로 표현할 수 있다.

$$C = P - 50/r + V \quad (1)$$

(1)식의 양변에 P를 빼고 다시 양변을 C로 나누어 정리하면 다음과 같이 (2)식이 도출된다.

$$(C - P)/C = -50/rC + V/C \quad (2)$$

(2)식을 바탕으로 주가피리현상을 일으킬 수 있는 대표적인 변수로 다음과 같은 변수를 선정한다. 추가배당가치와 관련하여 유보율, 의결권 가치와 관련하여 우선주 발행비중과 기업의 규모를 선정한다. 이 밖의 유동성으로 인한 주가피리현상의 변수로 매매회전율을 선정한다.

1.1 기업규모

먼저 의결권의 가치에 영향을 미치는 변수로서 기업규모를 들 수 있다. 기업의 규모가 너무 크면 적대적 인수 가능성은 감소하고 이에 따라 주당 의결권의 가치도 줄어들게 되어, 결국은 보통주와 우선주의 주가차이도 적어질 가능성이 크다. 이 뿐 아니라 기업규모가 커지면 공시의무도 많아지고 공시압력도 높아지는 사적 혜택²⁾의 크기가 상대적으로 줄어들 수 있다. 그러므로 기업규모가 클수록 주가피리도가 줄어들 가능성이 높다.

1.2 유보율

유보율을 달리 계산하면 자본준비금, 재평가적립금 및 이익준비금의 합을 자본금으로 나눈 값이라 할 수 있다. 이 비율이 높아지면 주식의 무상 교부 가능성이 높아진다. 일반적으로 무상교부시 우선주의 주주는 보통주 주주보다 열등한 대우를 받으므로 이 비율이 클수록 보통주와 우선주의 가격차이가 커진다고 예상할 수 있다.

1.3 우선주 발행비중

우선주 발행비중은 보통주주의 경영권에 대한 상대적 영향력을 나타내는 변

2) Zingales(1994)는 경영권 보유로부터 발생하는 혜택을 사적 혜택(private benefits)으로 규정하고 의결권 주식과 무의결권 주식의 주가차이를 결정하는 소유구조적 요인 중의 하나로 보았다.

수로서 의결권 가치와 관련성을 가질 것이다. 일반적으로 보통주 발행주식수 대비 우선주 발행주식수의 비율이 높을수록 보통주의 의결권 가치가 상대적으로 높게 평가되어 양 주가간의 가격괴리율이 커질 가능성이 높다.

1.4 매매회전율

매매회전율은 보통주 대비 우선주의 유동성을 나타내는 지표로, 유동성이 저하되는 경우 거래비용이 높아질 수 있고 이에 따라 우선주에 대해 투자자의 요구수익률이 높아지면 우선주 가격이 하락할 수 있어 가격괴리도가 커질 수 있다.

위에서 논의된 주가괴리에 영향을 미칠 수 있는 주요 요인 외에도 대기업 구분 더미, 소속시장 더미 변수를 설명변수로 추가하고, 평균 및 기말 주가괴리율을 종속변수로 하여 횡단면 분석을 시행한다.

2. 가설의 설정

대부분의 무의결권 우선주의 경우 무상교부시 우선주 주주에게 무의결권 우선주를, 그리고 보통주 주주에게는 보통주를 배정하게 된다. 그러나 주식배당 시에는 우선주에 대한 1%추가배당이 적용되지 않는다. 즉 보통주보다 가격이 낮은 우선주를 배당받는 우선주 주주는 무상증자나 주식배당 시 절대적으로 불리한 입장에 있다고 볼 수 있다. 따라서 유보율이 높아 무상교부의 가능성이 크게 되면 무상교부시의 차등대우를 반영하여 보통주와 무의결권 우선주간의 주가괴리율은 커진다고 보여진다. 이에 다음의 가설을 설정한다.

가설 1 : 유보율이 높을수록 주가괴리율은 커진다.

다음으로 자본금의 규모가 크면 1주당 의결권의 가치가 작아지게 되며 보통주와 우선주의 주가차이가 작아지게 된다. 또한, 기업의 규모가 너무 크면 적대적 인수의 가능성은 어려워지고 그 만큼 주당 의결권의 가치는 저하된다고 볼 수 있다. 따라서 기업의 규모가 클수록 주가괴리율은 작아진다고 예상할 수 있다. 이와 반대로 기업의 규모가 작다면 적대적 인수합병의 가능성이 커지고, 상대적으로 의결권의 가치도 커지게 되므로 기업의 규모가 작을수록 주가괴리율

은 커지게 됨을 예상할 수 있다. 이에 다음의 가설을 설정한다.

가설 2 : 기업의 규모가 작을수록 주가과리율은 커진다.

셋째로 무의결권 우선주의 발행비중은 경영권의 이전가능성 및 사적 혜택과 관련되어 있다. 우선주 발행비중이 높다는 것은 보통주 주주의 경영권이 상대적으로 더 많이 보호된 것으로 볼 수 있으므로 의결권 희소성 측면에서 볼 때 그만큼 의결권의 가치가 크다고 할 수 있다. 따라서 우선주 발행비중이 클수록 주가과리율은 커진다고 볼 수 있다. 따라서 다음의 가설을 생각해 볼 수 있다.

가설 3 : 무의결권 우선주의 발행비중이 높을수록 주가과리율은 커진다.

또, 다른 모든 조건이 동일하다면, 유동성 측면에서 볼 때 매매회전율이 높을수록 시장에서 평가하는 유동성의 가치가 커지게 된다. 따라서 일반적으로 무의결권 우선주가 시장에서 소외되어 유동성 측면에서 문제가 있음을 고려해볼 때, 무의결권 우선주의 매매회전율이 높을수록 두 주식간의 주가과리율이 작아진다고 볼 수 있다. 이와 반대로 무의결권 우선주의 매매회전비율이 낮으면 유동성으로의 전환이 용이하지 않으므로 상대적으로 주가과리율이 커진다고 볼 수 있다.

가설 4 : 무의결권 우선주의 매매회전비율이 낮을수록 주가과리율이 커진다.

그 밖에 대기업 및 유가증권거래소 소속여부가 중소기업 및 코스닥시장에 비해 주가과리율에 미치는 영향력이 다른지도 추가적으로 검증해본다.

3. 연구모형

무의결권 우선주와 보통주의 주가 과리율에 영향을 미치는 요인을 파악하기 위한 기본 회귀분석모형은 다음과 같다.

$$PDR_i = b_0 + b_1X_{1i} + b_2X_{2i} + b_3X_{3i} + b_4X_{4i} + e_i$$

단, PDR_i : 기업 i 의 분석기간 평균 주가 과리율(또는 기말주가 과리율)
 b_0 : 절편

- b1~b4 : 각 설명변수의 회귀계수
 X1i : 기업 i의 분석기간 유보율
 즉, [(자본총계-자본금-사외유출금+자기주식)/자본금]*100
 X2i : 기업 i의 분석기간 우선주 발행비중
 즉, (우선주주식수/(우선주주식수+보통주주식수))
 X3i : 기업 i의 분석기간 자본금에 자연대수(Log)를 취한 값
 X4i : 기업 i의 분석기간 매매회전비율[우선주회전율/보통주회전율]
 ei : 오차항

선정된 설명변수는 결산기 자료를 이용하였으며, 회귀모형의 종속변수인 주가 괴리율(PDRi)은 표본기업별로 분석기간 동안 월말주가 괴리율을 계산하여 평균한 값이다.

$$PDR_{it} = (PCS_{it} - PPS_{it}) / PCS_{it}$$

$$PDR_i = \sum_{t=1}^T PDR_{it} / T$$

$$PDR_i = \sum_{i=1}^N PDR_{it}$$

- 단, PDR_{it} : 기업 i의 t시점의 주가괴리율
 PCS_{it} : 기업 i의 t시점의 보통주 주가
 PPS_{it} : 기업 i의 t시점의 우선주 주가
 PDR_i : 기업 i의 분석기간 평균 주가 괴리율
 PDR_t : t시점의 평균 주가괴리율
 N : 표본기업수
 T : 분석기간

4. 실증분석 결과

4.1 기설명변수간의 상관관계수

다음의 <표 1> 분석 대상에 대한 기술통계량을 보여주고 있다. 중위수를 기준으로 살펴보면 연평균 주가괴리율 약 43%, 기말 주가괴리율은 약 46%로 기말 주가 괴리율이 약간 큼을 알 수 있다. 수산중공업, 현대금속 등 일부 기업은 주가괴리도가 이례적으로 큰데, 이런 이상치(outlier)로 인해 평균과 중위수가 많이 벌어져 있다.

<표 1> 기술통계량

변수	표본수	평균	표준편차	최소값	최대값	중위수
평균 주가 피리올	318	51.32	587.017	-10183.9	0.726	.427
기말 주가 피리올	318	77.64	859.380	-14753.1	0.813	.462
대수자본금	318	10.77	.634412	9.36	12.17	10.67
유보율	264	79.03	24.9589	.10	100	86.64
우선주발행비중	318	.071	.074	0.00	.285	.0429
매매회전율	315	3.06	10.88	.005	162.55	.596

4.2 변수간의 상관계수

<표 2>는 변수 간 상관관계를 보여주고 있다. 우선 예상할 수 있듯이 평균 주가피리올과 기말 주가피리올은 약간의 계산법 상 차이가 있을 뿐 근본적으로는 동질적이므로 둘 사이에 높은 상관계수를 보여준다. 유의수준 5%하에서 기말주가피리올과 유보율, 그리고 우선주발행비중과 매매회전율 사이에 상관관계가 통계적으로 유의함을 알 수 있다. 그러나 연구목적상 분석모형에서 사전에 한 변수를 제거하거나 하지는 않았다.³⁾

<표 2> 변수간의 상관계수

변수	평균주가피리올	기말주가피리올	대수자본금	유보율	우선주발행비중	매매회전율
평균주가피리올	1.000					
기말주가피리올	0.993**	1.000				
대수자본금	-0.034	-0.042	1.000			
유보율	0.157*	0.166**	-0.129*	1.000		
우선주발행비중	-0.084	-0.087	-0.086	0.041	1.000	
매매회전율	0.012	0.009	-0.015	0.083	-0.1920**	1.000

주) *은 유의수준 10%, **은 5%, ***은 1% 하에서 유의함.

4.3 가설검증 결과

무의결권 우선주와 보통주간의 주가 피리올에 관한 가설(1~4)의 검증을 위해 2006년 초부터 2008년 말까지의 표본기간을 설정하여 횡단면 회귀분석을 실시하였다. <표 2>는 회귀분석의 결과를 보여주고 있다. 제1열부터 제3열까지는 평균 주가피리올을, 제4열부터 제6열까지는 기말 주가피리올을 종속변수로 하여

3) 모든 변수를 포함해 실제 회귀모형을 분석해 본 결과에서도 분산팽창인자(VIF)가 가장 큰 값이 1.06으로 일반적 기준치 6보다도 작아 다중공선성이 없는 것으로 판단, 모든 분석모형에서 제외시키지 않았다.

분석한 모형이다. 모형1-1과 모형2-1은 각각에 대해 상기 설명변수와 소속시장 및 대기업 여부 더미 변수를 추가한 전체변수모형이고 나머지는 가설검증을 위해 일부 변수만을 포함한 부분모형이다. 먼저 모든 회귀모형은 분석기간 전체에 걸쳐 1% 유의수준 하에서 적합한 것으로 나타났다.

<표 3> 회귀분석 결과

구분	평균주가괴리율 회귀모형			기말주가괴리율 회귀모형		
	모형1-1	모형1-2	모형1-3	모형2-1	모형2-2	모형2-3
대수 자본금	2.58 (1.36)	6.23 (3.38)***	6.15 (3.34)***	2.81 (1.41)	6.97 (3.57)***	6.88 (3.53)***
유보율	-0.08 (-1.96)*	-0.11 (-2.30)**	-0.10 (-2.25)**	-0.10 (-2.13)**	-0.12 (-2.49)**	-0.12 (-2.44)**
우선주 발행비중	40.20 (2.47)**	63.79 (3.90)***	64.95 (4.00)***	45.68 (2.67)***	72.55 (4.19)***	73.88 (4.30)***
매매 회전율	-0.20 (-2.07)**	-0.20 (-1.97)**	-0.20 (-1.98)**	-0.17 (-1.66)*	-0.17 (-1.57)	-0.17 (-1.58)
소속시장	-10.50 (-1.48)	-4.52 (-0.62)		-11.98 (-1.60)	-5.17 (-0.67)	
대기업 구분	16.31 (5.10)***			18.57 (5.54)***		
상수항	-31.35 (-1.39)	-63.66 (-2.87)***	-67.53 (-3.18)***	-34.19 (-1.45)	-71.00 (-3.02)***	-75.42 (-3.36)***
Obs.	262	262	262	262	262	262
수정 R-sq.	0.20	0.12	0.12	0.21	0.13	0.13
Prob > F	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

주) *은 유의수준 10%, **은 5%, ***은 1% 하에서 유의함. ()안은 t값을 나타냄.

먼저 가설1의 유보율의 경우, 모형1-1과 모형2-1을 제외하고 모든 모형에서 유의수준 5%하에서 유의한 것으로 나타났다. 그러나 증자나 배당시의 무상 교부조건에 있어서 우선주에 대한 차등대우의 관점에서 논의한 장익환·김형철(1991)의 연구에서 유보율과 주가괴리율이 정의 관계(+)를 보인 것과는 반대로 본 연구에서는 부의 관계를 보였다. 일반적으로 유보율이 높을수록 무상교부의 가능성이 크며 무상교부시 우선주 주주는 상대적으로 불리한 대우를 받게 되므로 보통주와 우선주의 주가 괴리율이 커진다. 하지만 본 연구의 경우 선행연구와는 달리 연구기간 동안 우선주 발행에 대한 무상증자의 사례가 경미하고, 주

가괴리율 심화이후 우선주 발행자체가 억제되면서 무상교부시 우선주에도 보통주가 배정되는 사례가 있어 유보율과 주가괴리율간의 관계가 예상과 다르게 나온 것이 아닌가 생각된다. 무상교부가 우선주의 주주들에게 오히려 유리하게 작용하게 된 이유에 대해서는 우선주의 무상교부 조건 등 추가적인 검토가 필요할 것이다.

둘째로, 가설2의 자본금 변수는 모형1-1과 모형2-1을 제외하고는 모든 모형에서 유의수준 1% 하에서 유의한 것으로 나타났다. 이는 예상과 같이 기업 규모가 클수록 적대적 인수합병이 힘들어짐에 따라 의결권의 가치가 하락하기 때문으로 사료된다. 분석결과도 이를 충분히 뒷받침해주고 있다.

셋째로, 가설3의 우선주 발행비중은 모든 모형에 걸쳐 유의수준 5% 하에서 유의적인 것으로 나타났다. 따라서 우선주 발행비중이 높을수록 보통주 의결권의 상대적 가치는 커지고 이로 인해 주가괴리율도 커지는 것으로 보인다. 우선주 발행비중과 주가괴리율간의 정(+)의 회귀계수는 장하성·박진영(1994)의 연구결과와도 일치하는 결과이다.

넷째로 가설4의 매매회전을 변수는 평균 주가괴리율을 종속변수로 한 모든 모형에서 유의수준 5%하에서 유의한 것으로 나타났다. 매매회전이 높다는 것은 우선주의 거래가 활발함을 의미한다. 실증분석 결과 예상대로 회귀계수가 공히 -0.2로 매매회전의 증가는 우선주의 유동성 가치 상승을 촉발시키고 이는 주가괴리율의 감소로 이어진다고 해석해도 무리가 없어 보인다.

마지막으로 대기업/중소기업의 여부가 주가괴리율에 미치는 영향을 분석한 결과 유의한 것으로 나타났다. 장익환·김동철(1990)은 중소기업의 경우 경영권 확보를 위한 필요지분율이 대기업보다 높다고 했다. 또한 소수주주들은 의결권 행사보다도 배당과 자본이득에 관심이 많다. 하지만 경영권 분쟁 가능성이 존재하는 경우 의결권의 영향력이 커지게 되고, 이에 따라 주가가 이를 반영하여 의결권 프리미엄이 붙을 수 있다. 그러므로 일반적으로 중소기업의 경우 보통주와 우선주의 가격차이가 대기업보다 더 크게 나타날 가능성이 높은데, 분석결과도 실제로 그렇게 나타났다. 다만 주식시장의 소속여부는 주가괴리율에 전혀 영향을 미치지 못하는 것으로 보인다. 즉 코스닥 시장에 등록된 기업이라 해서 거래소에 상장된 기업에 비해 주가괴리율이 크거나 적은 것은 아닌 것으로 드러났다.

V. 결 론

우선주 발행의 취지는 기업이 보통주와 채권 발행을 통한 기업의 자본조달의 한정성을 보완하고, 경영권을 방어하며, 기업경영의 안정성을 유지하기 위함이다. 우선주의 발행은 80년대 초에 도입되어 80년대 후반 이후 활발하게 발행되어 왔다. 그러나 90년대 이후 우선주 발행에 대한 규제 및 자본시장 환경의 변화로 우선주가치가 지속적으로 하락하여 우선주와 보통주간의 주가 괴리율이 심화되었다.

90년대 이후 우선주와 보통주의 주가괴리율이 계속 커져 우선주의 저평가 매력력이 높아짐에 따라 최근에 우선주가 다시 주목을 받고 있다. 이에 기존연구를 바탕으로 본 연구에서는 무의결권 우선주와 보통주간의 주가괴리율의 실태와 아울러 주가괴리율에 영향을 미치는 요인에 대해 알아보려고 하였다. 이를 위하여 국내 증권거래소에 상장된 106개 기업 우선주를 대상으로 2006년 1월부터 2008년 12월말까지 우선주와 보통주간의 주가괴리율이 나타나는 결정요인에 대해서 분석하였다.

본 연구의 분석결과를 종합하면 다음과 같다.

첫째, 유보율의 경우 대체로 유의수준 5%하에서 유의하나 예상과는 달리 주가괴리율과는 정반대의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 본 연구의 경우 선행연구와는 달리 연구기간 동안 우선주 발행에 대한 무상증자의 사례가 경미하고, 주가괴리율 심화이후 우선주 발행자체가 억제되면서 무상교부시 우선주에도 보통주가 배정되는 사례가 있어 유보율과 주가괴리율간의 관계가 예상과 다르게 나온 것이 아닌가 생각된다. 무상교부가 우선주의 주주들에게 오히려 유리하게 작용하게 된 이유에 대해서는 우선주의 무상 교부조건 등 추가적인 검토가 필요할 것이다.

둘째, 자본금 변수는 대체로 유의수준 1% 하에서 유의한 것으로 나타났다. 이는 예상과 같이 기업 규모가 클수록 적대적 인수합병이 힘들어짐에 따라 의결권의 가치가 하락하기 때문으로 생각된다.

셋째, 우선주 발행비중은 모든 모형에 걸쳐 유의수준 5% 하에서 유의적인 것으로 나타났다. 이는 우선주 발행비중이 높을수록 보통주 의결권의 상대적 가치가 커지고 이로 인해 주가괴리율도 커지는 것을 뒷받침해주고 있다.

넷째, 매매회전율은 평균 주가괴리율을 종속변수로 한 모든 모형에서 유의수준 5%하에서 유의한 것으로 나타났다. 이는 매매회전율이 높을수록 우선주의

유동성 가치가 증가되고 이에 따라 보통주와의 주가과리율이 감소될 것이라는 가설을 지지한다고 볼 수 있다.

이 밖에 추가적으로 대기업/중소기업의 여부가 주가과리율에 유의하게 영향을 미치는 것으로 드러났다. 하지만 주식시장의 소속여부는 주가과리율에는 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다.

요컨대, 최근의 주가과리율은 기업규모와 우선주의 발행비중, 그리고 매매회전율에 의해 설명되는 측면이 많다고 볼 수 있다. 특히 우선주의 발행비중은 그 영향력이 가장 클 뿐 아니라 일관된 유의성을 보이고 있어 발행비중의 조절을 통해 주가과리율이 어느 정도 해소될 수 있는 가능성을 시사하고 있다.

참고문헌

1. 강용호(2001), “신형우선주와 기존 우선주의 비교 분석: 가격차이율 분석을 중심으로,” 서울대학교 대학원 석사학위 논문.
2. 고종권(2003), “우선주와 장기부채간의 자금조달에 영향을 미치는 규제, 세금 및 기업특성요인,” 증권학회지, 제32권 제2호, pp.1-30.
3. 광병관 · 이병관(1999), “한국 증권시장에서의 보통주와 우선주간의 가격 괴리율에 대한 실증분석,” 산업과 경영, 제12권 제1호, pp. 183-210.
4. 국찬표 · 정균화(2000), “기업지배권 시장의 제도변화와 의결권의 시장가치,” 증권학회지, 제27집, pp.1-36.
5. 김정국(1995) 우리나라 우선주 제도에 관한 연구. 한국증권경제연구원 연구자료, 95-2.
6. 김정국 · 박상수 · 최도성(1996), “우선주의 가격차이율에 관한 실증연구-의결권 가치의 결정요인을 중심으로-,” 재무연구, 제11호, pp.65-96.
7. 장익환 · 김형철(1991), “보통주와 우선주의 상대적 가격변동에 관한 연구,” 증권학회지. pp.3-29.
8. 장하성 · 박진영(1994), “우선주와 보통주의 가격 차이에 관한 실증적 고찰,” 증권금융, pp.3-12.
9. 정진 · 서준교 · 권정은(2008), “신형우선주 발행과 기업가치,” 산업경제연구, 제21권 제4호, pp.1595-1618.
10. 최종범 · 문관수(2005), “보통주와 우선주의 가격 차이에 관한 연구: 유동성 프리미엄의 영향을 중심으로,” 재무연구, 제18권 제2호, pp.263-287.
11. 최종범 · 문관수(2006), “우선주 시장의 이상 현상에 관한 연구,” 재무관리논총, 제12권 제1호, pp.105-125.
12. Baker, M. and Stein J.(2004), “Market Liquidity as a Sentiment Indicator,” *Journal of Financial Market.*. Vol.7, pp.271-299.
13. DeAngelo, H and L.DeAngelo(1985), “Managerial Ownership of Voting Right: A Study of Public Corporation with Dual Classes of Common Stock,” *Journal of Financial Economics*, Vol.14, pp.33-69.
14. Horner, M.R.(1988), “The Value of the Corporate Voting Right,” *Journal of Banking and Finance*, Vol.12, pp.69-83.
15. Lease R.C, John M. and H.M. Wayne(1983), “The Market Value of

- Control in Publicly Traded Corporations,” *Journal of Financial Economics*, Vol.11, pp.439-471.
16. Levy, H.(1982), “Economic Evaluation of Voting Power of Common Stock,” *Journal of Financ*, Vol.38. pp.79-83.
 17. Nenova, T.(2003), “The Value of Corporate Voting Rights and Control : A Cross-Country Analysis,” *Journal of Financial Economics*, Vol.68, pp325-321.
 18. Newmann, R.(2003), “Price Differentials Dual-Class Stocks: Voting Premium or Liquidity Discount?,” *European Financial Management*, Vol.9, pp.315-332.
 19. Zingales, L.(1995), “What Determines the Value of Corporate Votes,” *Quarterly Journal of Economics.*, Vol. 110, pp.1047-1073.
 20. Zingales, L.(1994), “The Value of the Voting Right : A study of the Milan Stock Exchange Experience,” *The Review of Financial Studies*, Vol.7, pp.125-148.

Abstract

The Determinants of Price Differential between Common and Preferred Stock

Nam, Gi-Seok* · Im, Chae-Chang**

The purpose of this paper is to examine the determinants which cause a price differential between common and preferred stock. Prior studies have shown that variables like liquidity, size, the number of outstanding shares issued can explain the price differential between common and preferred stock price.

Based on year 2006 through year 2008 data, we analyzed the determinants using regression model. Dummy variables representing large/small company and KSE/KOSDAQ respectively are added and analyzed as independent variables. The firm size, trade volume turnover, and the number of preferred shares to total outstanding shares were proved to make influence on the price differential under the 5% significance level. Especially, we have found the number of preferred shares to total outstanding shares provide the most strong relationship with the price differential.. This means that a high ratio of preferred stock to total outstanding shares leads to relatively high value of common stock and causes a big price differential.

Key Words : Preferred Stock, Price Differential, Voting right, Liquidity

* Associate Professor, College of Business Administration, Hankuk University of Foreign Studies, Korea

** Graduate Student, Graduate School of Business, Hankuk University of Foreign Studies, Korea